

Mario Draghi, presidente del Banco Central Europeo, acompañado por el vicepresidente Vitor Constancio, a la izquierda, ayer en Fráncfort. / E. P. (REUTERS)

## Draghi bombea un billón en la eurozona

El BCE anuncia compras masivas de activos ● Adquirirá 60.000 millones de euros hasta septiembre de 2016, la mayoría en deuda pública ● Lo extenderá si la inflación no sube

CLAUDIA PÉREZ  
Fráncfort

Ya es leyenda. Mario Draghi, el jefe del Banco Central Europeo (BCE), toreó ayer todo tipo de presiones políticas y financieras para anunciar el esperado programa de compras masivas de deuda, que busca dar una sacudida a la eurozona para sacarse de encima el frío de la deflación y la niebla que le acompaña en forma de riesgos de estancamiento secular. El BCE sorprendió con un *quantitative easing* (QE) a la europea plagado de trucos para contentar a unos y otros, pero más ambicioso de lo esperado. Draghi bombeará 60.000 millones de euros mensuales (en torno a 45.000

en bonos del Tesoro, y el resto en activos privados, según las primeras estimaciones) entre marzo de este año y septiembre de 2016, lo que equivale a una inyección de 1.14 billones al final de ese periodo. Y lo más importante: el QE del billón de euros seguirá en marcha incluso más allá de esa fecha si la inflación sigue dando disgustos y no se acerca al objetivo del BCE, del 2% a medio plazo.

Draghi persuadió así a los mercados, con dinero contante y sonante, de que hará todo lo necesario para mantener unido el club del euro, tal como prometió en su día. Los inversores le otorgaron automáticamente un voto de confianza tras una decisión que tiene una enorme carga simbólica: el

BCE firma así su declaración de independencia definitiva de Alemania. Draghi ya salvó una vez el euro, en verano de 2012, sin un solo disparo, cuando aseguró que haría todo lo necesario por salvar el euro. Con la compra de deuda toma más riesgos y gasta una de sus últimas balas, pero protege a la eurozona de una explosión a cámara lenta, que podría llegar si se enquistan la deflación, el paro, la mala salud de la banca y persisten los signos de congelación en la economía continental.

Primera regla del banquero central: filtra las medidas que vas a aprobar y después sorprende con una maniobra un punto más valiente de lo esperado. Draghi hizo exactamente eso. Comprará

en torno a 45.000 millones de bonos del Tesoro, y unos 15.000 millones adicionales en activos privados durante 19 meses (esas cifras son estimaciones en función de las compras actuales de deuda privada, que suman 13.000 millones mensuales). Y una vez concluidas las palomas —los partidarios de estímulos—, dejó también migas para los halcones.

Ante las presiones de Alemania, accedió a una fórmula híbrida para ver quién paga en caso de que esas compras acarreen pérdidas: uno de cada cinco euros se mutualizará y el resto correrá a cargo —en teoría— del banco central del país que decida impagar su deuda.

Draghi insistió en que ese es

un detalle sin importancia: "No es relevante", dijo. Y así será mientras haya tranquilidad en la eurozona. Pero esa concesión a Alemania y sus satélites se puede volver en contra de la zona euro si vuelven las curvas y en algún momento el mercado apuesta contra algún país periférico, algo que tras el zapatazo de Draghi parece mucho menos probable, según las fuentes consultadas.

El meollo de esa decisión era el ritmo y el tamaño de las compras y, sobre todo, esa puerta abierta a prorrogarlas si fuera necesario. Y ahí Draghi se sacó varios multímetros redondos que le valieron los aplausos del mercado, que extendió un día más su idilio con Europa. Subieron las

### Mario cruza el Rubicón

JOSÉ CARLOS  
DÍEZ



El presidente del Banco Central Europeo, Mario Draghi, acaba de conseguir lo que era impensable cuando tomó posesión en 2011. El pasado agosto en Jackson Hole dio un discurso clave en el que advertía del riesgo de deflación y reconocía que era provocado por la debilidad de la demanda. Ayer

aprobó un programa masivo de compras de bonos por valor de más de un billón de euros en total, que incluye sobre todo deuda pública.

Hay que resaltar la habilidad y la capacidad de liderazgo de Draghi para conseguir este gran logro. Pero sin el alejamiento sis-

temático de la inflación de la eurozona de su objetivo y de la tasa de paro del pleno empleo no habría sido posible.

Sólo la anticipación y el anuncio de la medida ya ha provocado cambios significativos en el tipo de cambio y en los tipos de interés. El euro cotiza a 1,14 contra el dólar y los bonos a 10 años españoles e italianos han bajado al 1,5% anticipando la compra de bonos que ayer aprobó el BCE. Esto favorece nuestras exportaciones, así como el turismo, lo cual tendrá impacto positivo sobre el empleo y los salarios. También reduce el aumento del pago de intereses de la deuda pública y aminora los recortes de gasto necesarios para alcanzar nues-

### Japón ha tomado medidas similares desde 2012, pero sigue estancado

### Draghi ha cedido a la presión alemana para que cada país compre sus bonos

tros objetivos de déficit. No obstante, Japón lleva haciendo compras masivas de bonos desde 2012 y su economía ha tenido un mejor comportamiento que la eu-

roza desde entonces, pero sigue estancada. La rebaja de tipos de interés tiene que llegar a las pymes, pero la restricción de crédito sigue siendo muy intensa.

Además, la compra de bonos no resuelve la crisis griega. Este domingo hay elecciones y los griegos y los alemanes tocan partituras diferentes. El nuevo Gobierno griego tendrá que negociar un nuevo préstamo con la troika. Habrá mejores condiciones que en los anteriores, ya que Grecia ha conseguido su compromiso de superávit primario. Pero Syriza tendrá que renunciar públicamente al 90% de las propuestas de su programa económico. Si no está dispuesto a ello, le abrirán la puerta para salir del euro,

Bolsas y bajaron los tipos de interés de la deuda pública y el euro. Gasolina para la reactivación europea por varios canales. Uno: un euro más barato facilita las exportaciones europeas. Dos: las alegrías en los mercados dejan algo más de dinero en el bolsillo del inversor. Tres: si los intereses de la deuda bajan un poco más, los Estados tendrán menos costes financieros. Pero, sobre todo, cuatro: Draghi busca en primer lugar una inyección de confianza, sobre todo en los bancos. La crisis empezó en la banca y acabará, cuando acabe, exactamente en el mismo lugar. Y la banca europea, al cabo, es el principal acreedor de la deuda pública continental. Frente a quienes afirman que el BCE se limita a comprar tiempo, Draghi espera que con ese programa las entidades

**El organismo busca una inyección de confianza, sobre todo en la banca**

**"No hay plan b", advirtió el jefe del euroámbito tras el consejo de gobierno**

empiecen a dar créditos de una vez a empresas y familias. No hay garantías de que eso ocurra a la vista de que el sector bancario sigue en un mar de dudas, pero esa es la clave para atisbar la salida de la crisis.

El jefe del BCE se reunió con la canciller Angela Merkel hace escasos días para evitar disgustos. Prácticamente a la misma hora que Draghi lanzaba su QE, Merkel garantizaba en Davos "la independencia" del BCE. Alemania no esconde su escepticismo y teme que las compras a gran escala retrasen las reformas en Europa, pero se da por satisfecho con el acuerdo de compromiso alcanzado. Con la única concesión de la no mutualización de una parte de los riesgos, Draghi dejó además varios recados para la opinión pública y el *establishment* económico de Alemania. "No vemos burbujas", apuntó. Y para los que ven riesgos de inflación, recordó que también hace cinco años se decía que los QE anglosajones iban a generar grandes aumentos de precios. "¿Hemos

visto mucha inflación desde entonces? ¿Va a haberla esta vez? Por favor, díganme cuándo", ironizó a preguntas de la prensa alemana.

A falta de vcr con detenimiento la letra pequeña, el BCE comprará deuda en función del peso de cada país en el Eurosistema (España concentra casi el 13%) y en plazos que van de los dos a los 10 años, además de las cédulas hipotecarias y otros *covered bonds* y activos privados garantizados (conocidos como ABS). Pero la parte del león de ese programa será la deuda pública, especialmente a 10 años. El Eurobanco comprará los bonos con notas superiores al grado de inversión, excepto si los países con peor calificación (Grecia y Chipre) siguen bajo programa. En el caso de Grecia, Draghi adelantó que en julio se planteará comprar bonos griegos siempre que el Gobierno que salga de las elecciones del próximo domingo pacte un tercer rescate.

Serán los bancos centrales nacionales quienes adquieran los bonos, con la citada fórmula híbrida de mutualización del riesgo. Así se hacen menos atractivas las reestructuraciones y se mitigan las preocupaciones de algunos países sobre las consecuencias fiscales inesperadas de un programa de compras con un volumen tan elevado, que podría tener implicaciones fiscales", concedió.

Draghi reveló que "una gran mayoría" de los 23 consejeros se decantaron por disparar ahora, y no más adelante; la prueba de ello es que finalmente no hubo votación. Explicó que hubo "una buena discusión" al respecto, la fórmula enfeminada de describir un *lio morrocotudo* que suelen elegir esos arcepreses de la religión monetaria que son los bancos centrales. Y habló de consenso —es decir, ningún voto en contra y varias abstenciones— sobre la fórmula para repartir los riesgos.

En una crisis mayor como la Gran Recesión, lo que la gente quiere es que alguien tome las riendas y se haga cargo de la situación sin titubeos: Bernanke lo hizo en EE UU; Draghi es ya el hombre fuerte de Europa. "Las expectativas solo funcionan si se tiene credibilidad; con el QE demostramos que merecemos esa credibilidad", espetó envalentonado en una multitudinaria comparecencia ante los medios. Más vale que así sea: "No hay plan b", cerró.

como le hicieron a Papandreou en 2010 y a Chipre en 2013.

El escenario más probable es que el nuevo Gobierno griego acepte las condiciones y haya acuerdo. Pero si Grecia sale del euro, el impacto será mayor que la quiebra de Lehman Brothers y la Reserva Federal no pudo evitar la Gran Recesión. Draghi ha tenido que ceder ante la presión alemana para que cada país compre sus bonos y asuma el grueso de las pérdidas en caso de impago. Esto aleja a Europa de la mutualización de la deuda y de la unión fiscal que es condición necesaria para resolver la crisis del euro.

La compra de bonos ayudará a mitigar la deflación pero no sa-

cará a Europa del estancamiento secular en el que se encuentra. Además de una mutualización de las deudas es necesario un plan de estímulo fiscal. El plan Juncker es un buen inicio, pero debe ser financiado con eurobonos que ya pueden ser comprados por el BCE.

Hay que valorar positivamente los cambios producidos en el BCE y la llegada de Moscovicci a la Comisión Europea. Ahora faltan indicios de vida inteligente en el Consejo Europeo. España es clave, con Francia e Italia, para contrarrestar a Alemania. Pero Rajoy vendió su alma a Merkel el pasado verano en Santiago por una foto que ya nadie recuerda.

## El mercado se da por satisfecho con el volumen del programa

El euro cae al mínimo desde 2003 y los bonos se disparan

AMANDA MARS  
Madrid

El mercado dijo amén. Lo que la gran operación anunciada ayer por Mario Draghi dejará en la economía real, la de la inversión y el consumo, las empresas y las familias, es una incógnita, pero a la financiera le dio otro revólver, y hasta la deuda griega participó en la fiesta. La cotización del euro frente al dólar se desplomó justo pasadas de las dos y media de la tarde, cuando el presidente del Banco Central Europeo (BCE) compareció para anunciar el gran plan de compra de activos, para ahondar en sus mínimos de los últimos 11 años. Las Bolsas lo celebraron con subidas modestas, pero el mercado de deuda soberana siguió su escalada pese a que las inyecciones del BCE estaban bastante descontadas y calentando las operaciones desde diciembre.

Los inversores supieron ayer con exactitud cuántas compras habría por parte del BCE: pujaría por 60.000 millones de euros

**El interés de los títulos soberanos europeos ahonda en sus mínimos**

mensuales, de los que cerca de 50.000 correspondían a bonos soberanos, hasta septiembre de 2016. El previsible aumento de la demanda disparó los precios de los bonos a 10 años, con lo que bajó la rentabilidad exigida, ya en mínimo de la etapa del euro: el interés de los españoles pasó del 1,53% al 1,39%; el de los alemanes, del 0,54% al 0,44%; y el de los italianos, del 1,69% al 1,54%.

Incluso los títulos griegos, con segundo rescate a cuestas y la incertidumbre de las elecciones que se celebran este domingo, se vieron beneficiados por este apetito: la rentabilidad exigida por comprarlos pasó del 9,3% al 8,5%. Esta mejora se produjo a pesar de que, en principio, los bonos de un país bajo rescate no forman parte del programa general de compras del BCE, aunque el presidente del organismo, Mario Draghi, dejó la puerta abierta a hacerlo con condiciones específicas a partir de julio.

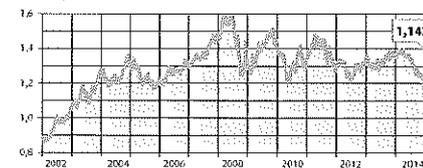
Las compras dejaron la prima de riesgo española —el diferencial de interés respecto al *bund* alemán, el considerado más fiable— en los 95 puntos básicos (0,95 puntos porcentuales), el más bajo desde 2010, y llegó a tocar los 92 a lo largo del día. Mientras, la italiana se contrajo de 116 a 110 puntos básicos.

"Pese a incrementar durante este mes, poco a poco, las expectativas sobre la reunión del día de hoy, Mario Draghi ha logrado superarse a sí mismo al anunciar un nuevo e histórico paquete de

### Evolución de los mercados

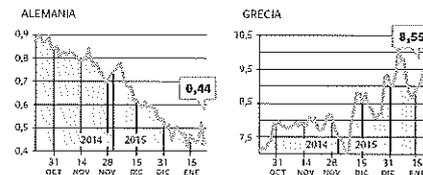
#### EURO DÓLAR

Dólares por euro



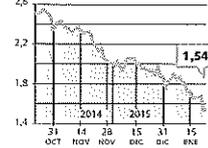
#### BONOS A 10 AÑOS

En %



#### ITALIA

En %



Fuente: Bloomberg

EL PAÍS

### Datos de mercado

► La cotización del euro bajó hasta los 1,14 dólares, el canje más bajo desde 2003.

► El interés exigido a los bonos españoles a 10 años cayó hasta el 1,39%, la menor rentabilidad pagada nunca. También los bonos del resto de la zona euro. Eso dejó la prima de riesgo o diferencial con respecto a Alemania en 97 puntos básicos, la menor desde 2010.

► La Bolsa española subió el 1,69%, mientras que Milán avanzó el 2,44%, Fráncfort el 1,42% y París el 1,73%. Fuera de la zona euro, Londres ganó el 1,04%.

medidas para la eurozona", opinó Javier Urones, analista de XTB. "La mayor sorpresa ha llegado con el tamaño: el BCE ha anunciado un programa de compras mensuales de 60.000 millones hasta septiembre de 2016, por encima de las expectativas más positivas de mercado", corroboró Gemma Hurtado, cogestora del fondo Mirabaud Equities Spain.

El montante de cerca de 50.000 millones de euros en deuda pública se había estado manejando en los mercados en los últimos días, pero la cotización de la moneda única lo vivió con intensidad. La previsión de que el

BCE vaya a poner miles de millones más en circulación, lo que se une a unos tipos de interés oficiales de casi cero, alienta la expectativa de más inflación —ahora en negativo— y una moneda más débil, todo con el fin de reanimar el crédito y la economía. Así, cada euro acabó cambiando-se ayer por 1,14 dólares, el canje más bajo para la divisa europea desde 2003.

La pérdida de rentabilidad en el mercado de bonos soberanos tendría que desplazar la inversión de este producto a la renta variable, las Bolsas. No obstante, la alegría en los grandes parques europeos fue más bien contenida: Milán encabezó las subidas (2,44%), seguida de París (1,73%), Madrid (1,69%) y Fráncfort (1,42%). Fuera de la zona euro, Londres subió el 1,04%.

La reacción inmediata de los mercados, en definitiva, resultó positiva, pero falta ahora ver cómo lo va digiriendo y en qué dirección se reparte el dinero en el mercado. "Creemos que, después del entusiasmo inicial, la calma reemplazará a la especulación desenfrenada de los últimos días y *senatus*", advirtió Johannes Müller, CIO Wealth Management Germany en Deutsche AWM. En cuanto a la reactivación de la economía productiva, "es probable que su efecto positivo más duradero en la economía provenga de la devaluación del euro, lo que equivale a un pequeño plan de estímulo", añadió Müller.